

专题报告

十问美债收益率

2021 年 3 月 2 日

主要预测

%	20	21E
GDP	2.1	9.1
CPI	2.5	1.0
PPI	-2.0	0.6
社会消费品零售	-1.2	13.5
工业增加值	2.4	10.5
出口	1.4	5.2
进口	0.6	3.5
固定资产投资	2.1	7.3
M2	10.5	9.0
人民币贷款余额	13.1	10.7
1 年期存款利率	1.5	1.5
1 年期贷款利率	4.35	4.35
人民币汇率	6.7	6.05

最新数据 (1 月)

工业	
城镇投资	
零售额	
CPI	-0.3
PPI	0.3

资料来源: CEIC、招商证券

谢亚轩

xieyx@cmschina.com.cn
S1090511030010

刘亚欣

liuyaxin@cmschina.com.cn
S1090516100001

罗云峰

luoyunfeng@cmschina.com.cn
S1090518110003

张一平

zhangyiping@cmschina.com.cn
S1090513080007

高明

gaoming3@cmschina.com.cn
S1090518010002

张秋雨

zhangqiuyu@cmschina.com.cn
S1090519010001

核心观点:

近期美债收益率大幅上行, 引发市场重点关注, 本文我们试图回答市场最为关注的十个问题, 来帮助理解美债收益率对于投资的影响和未来关注点。

根本上, 对于美债收益率的关注源自对全球美元流动性和国际资本流动的关注。不可证伪的通胀预期, 油价上涨带来的潜在滞涨风险, 美联储货币政策潜在的收紧预期, 美国加码财政刺激的边际挤压, 都成为美债收益率上升以及引发更广泛资本市场担忧的重要诱因。

我们预估 2021 年美国 10Y 国债收益率的中枢水平可能在 1.3%, 高点为 2.0%。若 2022 年美联储政策转向, 则利率水平进一步走高, 高点为 2.7%。当前全球流动性环境仍然相对温和, 对于外部环境的潜在变化, 我们强调关注美债利率、美元指数、油价、美联储货币政策取向四方面因素。

VISIT...

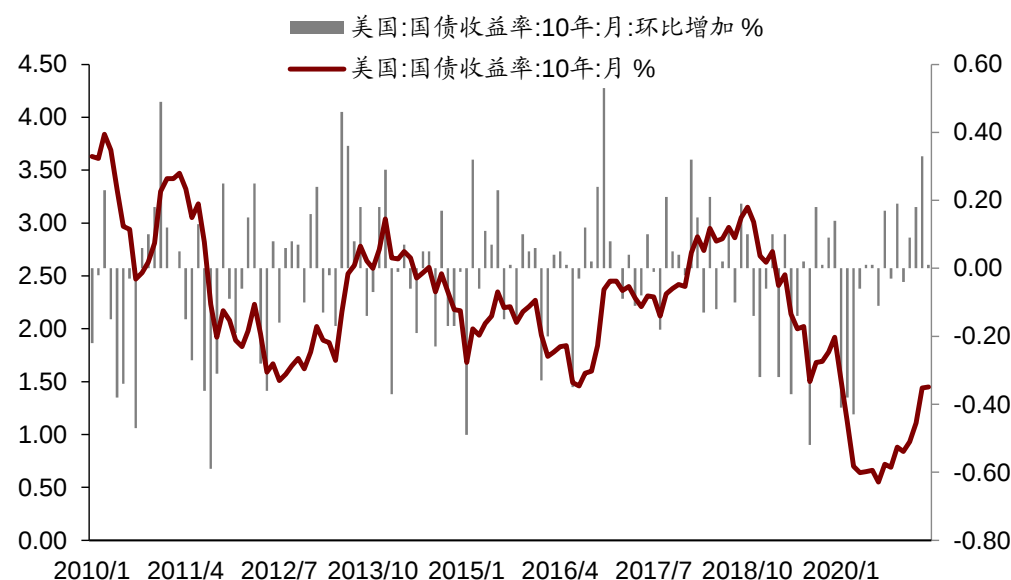
LANZAROTE
Caliente.COM

1、问：近期美债收益率为什么成为焦点？

答：第一，近期美债收益率上行速度很快，且一度突破 1.5% 高位。2020 年 4 月至 8 月上旬，美债收益率维持在 0.5-0.7% 的水平低位运行，从 8 月中旬开始，10Y 美债收益率开启上行趋势，并延续至今。2020 年 12 月至今，美债收益率已连续 3 个月上行，截至 2 月 19 日，10Y 美债收益率收于 1.34%，站稳 1.3% 上方，并且上行速度较快，1 月和 2 月，美债收益率分别上行了 18BP、33BP，上一次如此快速的上行要追溯至 2018 年 1 月、2 月。2 月 10 年期美债收益率连续突破了 1.1%、1.3%、1.5% 关键点位。

第二，美债收益率被广泛认为是“全球资产定价之锚”。美元是公认的国际货币，美联储被认为是央行的央行，美国是全球经济的领头羊，这一切因素都使得美国利率水平产生了广泛的影响力，最能够代表美国无风险利率水平的美债收益率因此被视为全球资产定价之锚，当然，对利率水平的关注，核心还是在于对全球美元流动性的关注，是对国际资本流向的关注。

图 1：10Y 美债收益率连续 3 个月上行并一度突破 1.5%



资料来源：Wind，招商证券

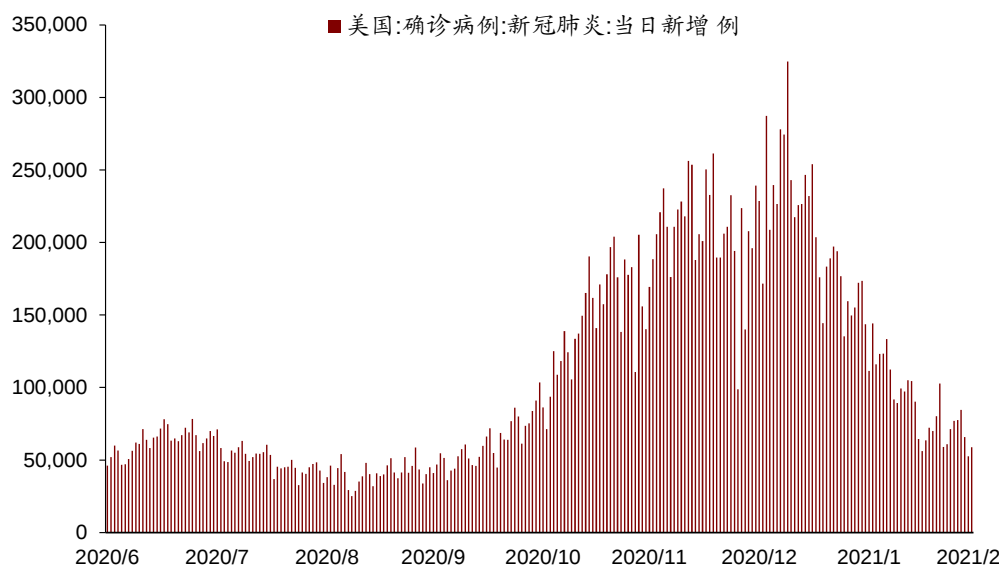
2、问：美债收益率为什么加速上行？

答：一个大前提是，美国名义增速回升较为确定，因而美债收益率的上行趋势已为市场所知。

在此基础上，三方面因素导致美债收益率出现加速上行：

第一，美国疫情改善超预期，带来对疫苗效果的乐观预期。1 月 8 日以来，美国疫情出现显著改善，日新增确诊已经回落到 10 月水平，每日新增确诊人数仅为 1 月高点的 1/4，这一方面是拜登政府包括在全美范围内推行强制佩戴口罩、实施更严格的封锁措施等抗疫政策的结果，一方面也可能意味着美国疫苗接种较快且有较好的防护效果：拜登立下了“100 日疫苗接种目标”，计划在上任最初的 100 天内完成 1 亿剂次的疫苗接种工作。

图 2: 新增确诊数据显示美国疫情改善显著



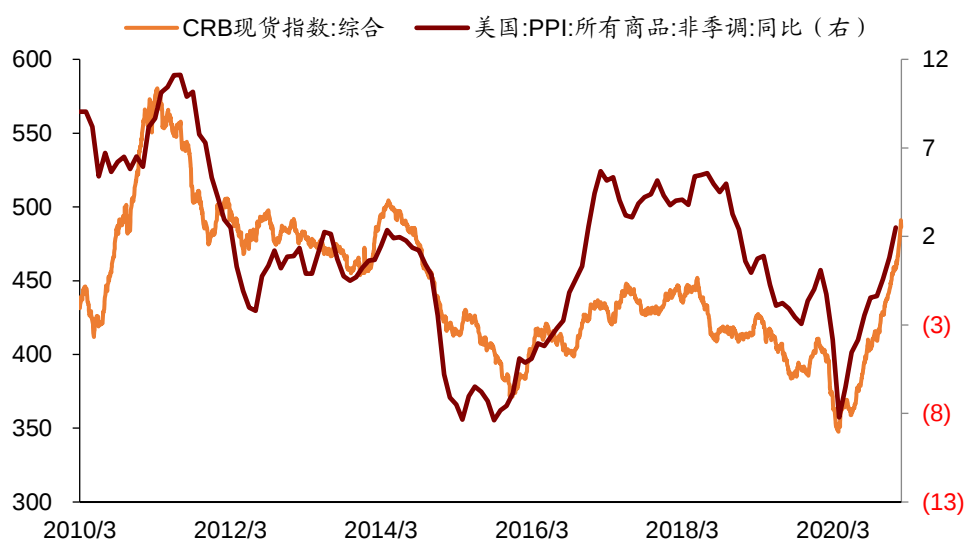
资料来源: Wind, 招商证券

第二，商品价格上涨引发的美国通胀预期上升，并引发政策收紧担忧。

美国 10 年期国债收益率主要受两方面因素影响，一是美国名义经济增速，二是美联储货币政策。因此，不论商品价格上涨是否最终将传导至 CPI 端，它都将带动 PPI 的上升和名义经济增速的上升，并带来名义利率的抬升。

海内外商品价格上涨将推动中美 PPI 超预期，带来美国名义增速上升和货币政策收紧预期。CRB 现货指数从 2020 年 7 月以来总体快速上涨，国内南华综合指数更为震荡，但大体走势也与 CRB 指数一致，且 2 月 3 日以来也呈现快速上涨格局。2020 年 7 月以来，CRB 现货指数和南华综合指数分别上涨 32.8%、26.1%，商品价格的上升推动全球主要国家和美国的 PPI 环比和同比增速超预期，从而通过名义经济增速途径抬升利率；同时，通胀抬升带来了美联储货币政策可能超预期收紧的担忧和不可证伪的预期，同样会抬升美债收益率。

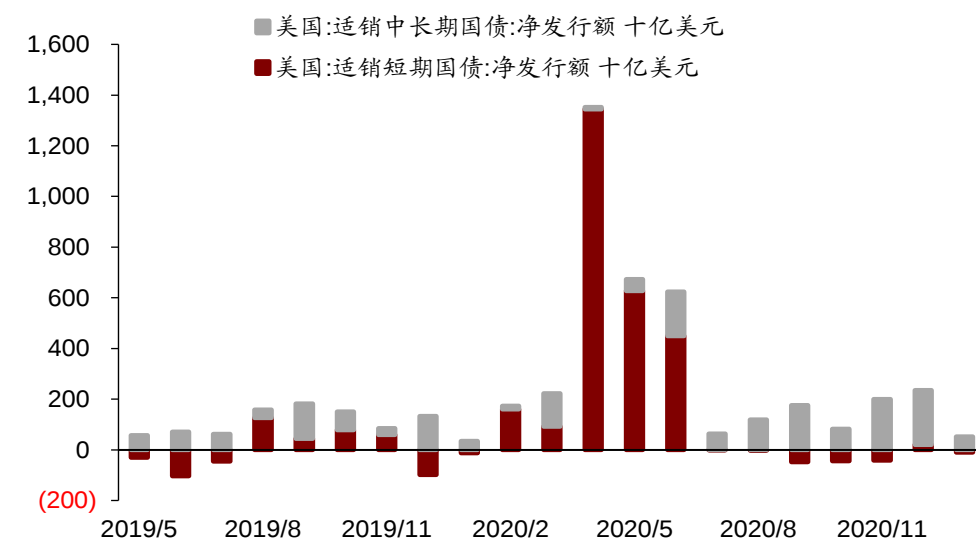
图 3: 全球商品价格大涨，美国 PPI 同比显著抬升



资料来源: Wind, 招商证券

第三，财政刺激预期加强既改善经济预期，也带来潜在的美债供给压力。蓝营横扫+拜登上台带来较强财政刺激预期，新任美国财政部长耶伦也始终在呼吁更大规模的财政刺激，耶伦和拜登提出了 1.9 万亿美元的新一轮财政刺激计划，政策包括加速新冠疫苗研发、向个人、州、地方政府和长期承担经济压力的企业提供财政支援。2 月 27 日，美国众议院投票通过了该轮经济救助计划，下一步需要参议院进行投票。鉴于这 1.9 万亿美元还没有涵盖在当前的财政预算中，那么如果计划通过，这无疑会带来美国更大规模国债的发行，而这会不会带来美债收益率的显著上行，又很大程度上取决于美联储的货币政策取向，因为如果美联储在购债规模上没有加码或配合，那么美债供给压力的上行将主要反映在利率上行之上。

图 4：财政刺激将加剧美国国债发行压力



资料来源：Wind，招商证券

3、问：美国利率上行是通胀预期加剧还是实际利率上升造成的？

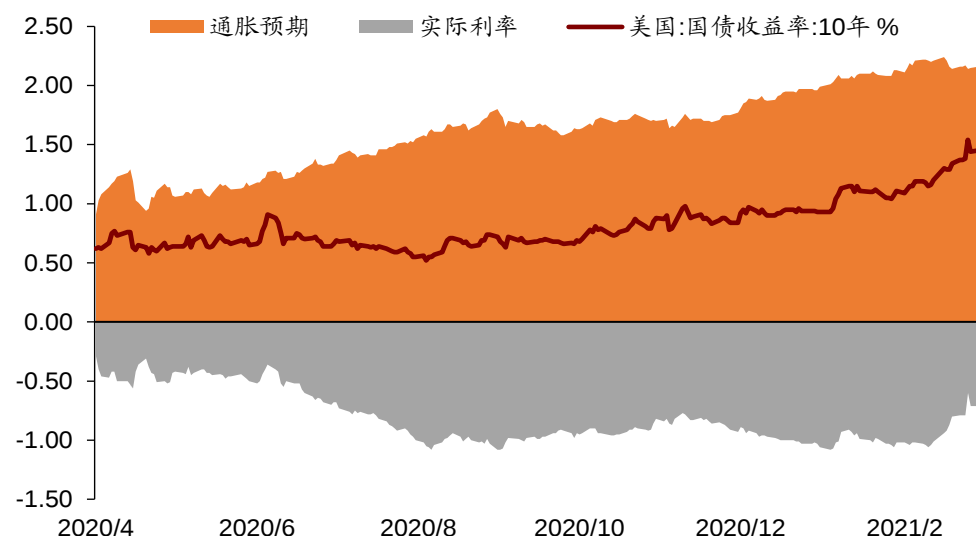
答：答：分拆来看，2 月 10 日之前，美国利率的上行主要由通胀和通胀预期上升贡献，2 月 10 日之后则主要由实际利率贡献。

我们以 TIPS 收益率作为衡量实际利率水平的市场指标，以 10Y 美债收益率与 TIPS 利率之差。2 月 10 日之前，美国 10Y 国债收益率与美国 TIPS 债券收益率反向运行，名义利率主要由名义部分贡献，而实际利率一直处于下行趋势之中，这与此前美联储采取的不限量 QE 政策以及维持宽松的货币政策取向有关。

从 2 月 10 日开始，美国实际利率从底部-1.06%开始抬升，截至 3 月 1 日达到-0.71%，上升了 35BP，而价格因素部分反而下降了 5BP，表明 2 月 10 日之后的美债收益率上升主要是实际利率上升贡献的。

实际利率的上升，既是基本面和政策预期的结果，也是交易的结果。基本面向好以及货币政策收紧的可能性支持实际利率的上行，而它通过资金从美债流出、流向实体领域和其他更高收益的资产而最终实现和体现。

图 5：2 月 10 日后，实际利率 10Y 美债收益率连续 3 个月上行



资料来源：Wind，招商证券

4、问：美债收益率上行到什么程度？

答：美债收益率上行是全球和美国名义经济增速上行和预期改善的必然结果，

以金融危机之后的恢复期为例，美债收益率季度平均水平经历了四个季度的连续回升，而当前美债收益率连续上升了两个季度，从名义增速的角度，预计今年二、三季度美债收益率的中枢水平进一步回升；从货币政策调整的角度，今年四季度或 2022 年一季度美联储政策转向可能推动美债收益率进一步上升。

升幅方面，在修复时段，美联储名义增速与名义利率的关系因基数等因素并不稳定，名义增速显著抬升对名义利率的带动幅度较低，且名义增速水平将反超名义利率，因此名义增速升幅显著，不代表名义利率会出现如此大幅度的上升。考虑到经济复苏的趋势以及美联储 QE 政策对于利率的压低作用，我们预估 2021 年美国 10Y 国债收益率的中枢水平可能在 1.3%，高点为 2.0%。若 2022 年美联储政策转向，则利率水平进一步走高，高点为 2.7%。

图 6：2 月 10 日后，实际利率 10Y 美债收益率连续 3 个月上行



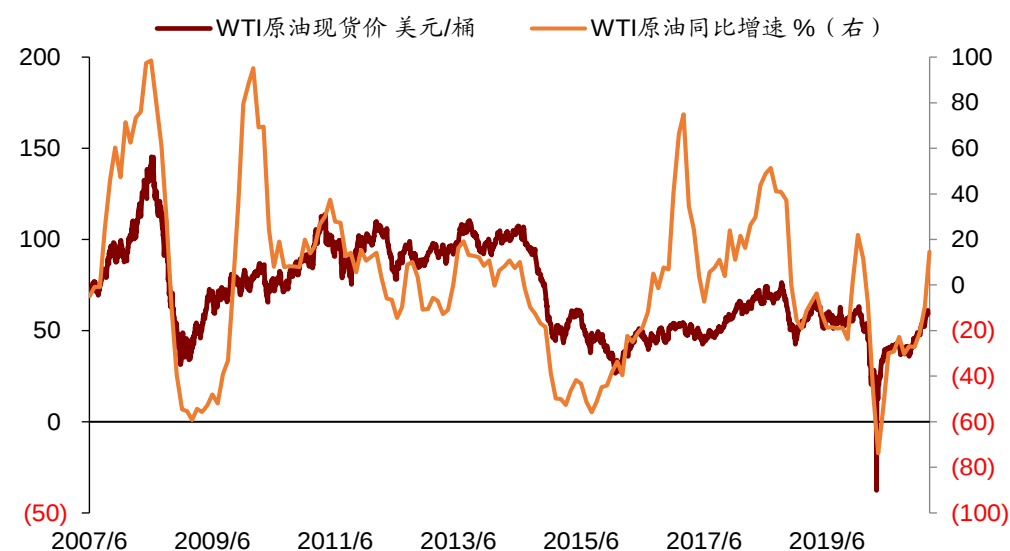
资料来源：Wind，招商证券

5、问：油价上升对通胀和利率有什么特殊影响？

答：首先，由于美国的能源结构，油价上涨对于美国通胀预期上升具有很大影响。WTI 原油现货价格从 2020 年 10 月末的 35 美元/桶一路上涨，近期油价站上 60 美元/桶，上涨了 71%。而能源和食品决定美国通胀的短期波动，而核心通胀更能反映美国的基本面形势变化，并决定通胀的中枢水平。通过对历史数据的观察，我们发现整体 CPI 波动与能源 CPI 变化更加同步，而核心通胀决定了通胀的中枢水平。CPI 能源分项的同比变化与 BRENT 原油和 WTI 原油现货价格同比变化高度相关（相关系数超过 0.9），并滞后于其变化 1 个月。CPI 食品分项的同比变化与 CRB 现货指数的食品分项相关，滞后期 7-8 个月。如果油价站稳当前水平，那么 4 月油价同比增长将达到 259%，并对整体 CPI 产生极为显著的带动。根据我们的测算，预计今年美国通胀高点将出现在 4、5 月，在油价为 40 美元/桶的情况下，单月 CPI 可能冲高至 4%，在油价为 60 美元/桶的情况下，单月 CPI 可能冲高至 6-7%。

其次，油价上涨会加剧对滞胀和美联储货币政策的担忧。70 年代 OPEC 限产造成的油价暴涨是美国形成滞胀格局、美联储被迫加息的导火索。当前的油价上涨很大程度上来自于 OPEC 产量较疫情前下降且迟迟没有恢复，叠加美国寒潮造成的短期供应量下降，量缩价升的局面本身就带有“滞胀”的属性，而油价作为最上游的能源，对下游均构成成本压力。因此，基于油价对于美国名义价格的显著和独特影响，油价本身如果过度受到供给因素的影响，则会加剧美国滞胀风险、美联储政策收紧风险，从而造成美债收益率冲高风险。

图 7：新增确诊数据显示美国疫情改善显著



资料来源：Wind，招商证券

6、问：大通胀时代真的来了吗？

答：当我们在谈通胀的时候，实际含义可能有三方面，一是 CPI，二是 PPI，三是包括房价、股价等更为广义的资产价格。对于广义资产价格，我们一方面明确看到了美股和房价的上涨，一方面美联储至少在当前明确表态货币政策不为资产价格上涨负责。

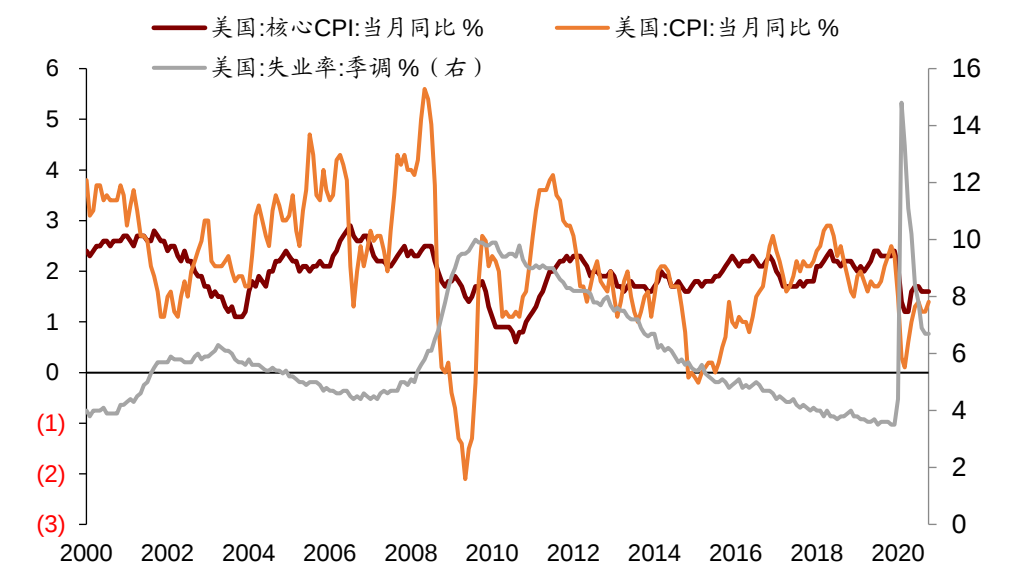
当前商品价格的上涨，必然会体现为短期 PPI 的直接上行和 CPI 的间接上行，这是一个

再通胀过程，从这个意义上来说，通胀来了。

但是，短期价格的上涨不代表可持续的通胀压力，因为短暂的价格上涨从同比意义上来说影响很快消退。以美联储的货币政策目标而言，美联储关注的平均 2% 通胀目标，实际上也强调 CPI、PCE 通胀、居民消费价格的持续上涨，而从历史来看，这种持续上涨的传导路径是“经济复苏-劳动力市场改善-薪酬增速上升-消费上升-CPI 上升”，这很大程度上来自需求端的持续推动，而不仅是供给端造成的成本上升。而后金融危机时代的大环境实际上是“低增长、低通胀、低利率”的宏观环境，美国失业率下降并未带来通胀压力的显著抬升，从而构成“菲利普斯曲线失灵之谜”，其背后可能有贫富差距分化、全球化、技术进步等一系列因素的影响。时至今日，我们很难说在疫情后这种情况已经出现了根本的扭转，更何况美国劳动力市场的改善程度还远远不够。从这个意义上来说，我们远远没有足够的证据证明“大通胀时代”的来临。

因此，当前市场的核心逻辑不在于“大通胀时代”的必然性，而在于商品价格上涨趋势下“大通胀时代”来临的不可证伪，以及由此引发的对货币政策紧缩的担忧。

图 8：后金融危机时代通胀水平维持低迷



资料来源：Wind，招商证券

7、问：美债收益率上行会引发美股的调整吗？

实际上，多数时期美债收益率上行与美股上行并存，原因在于美股和美债收益率同步上行是对美国名义经济增速上升和风险偏好改善的反映。对于美股而言，实际上近年来的多数时期，美债收益率上行与美股上行都并存着，原因在于两者是在共同反映名义经济增速的上升、反映经济基本面的变化，而非单纯反映流动性因素。风险偏好改善本身就意味着在资产组合调整层面，资金从债市转向股市、商品，从而同时造成利率的上行和股市的上涨，因此美债利率上行显然不一定会引发股市的调整。

图 9：美债收益率上行与美股上涨在多数时期并存

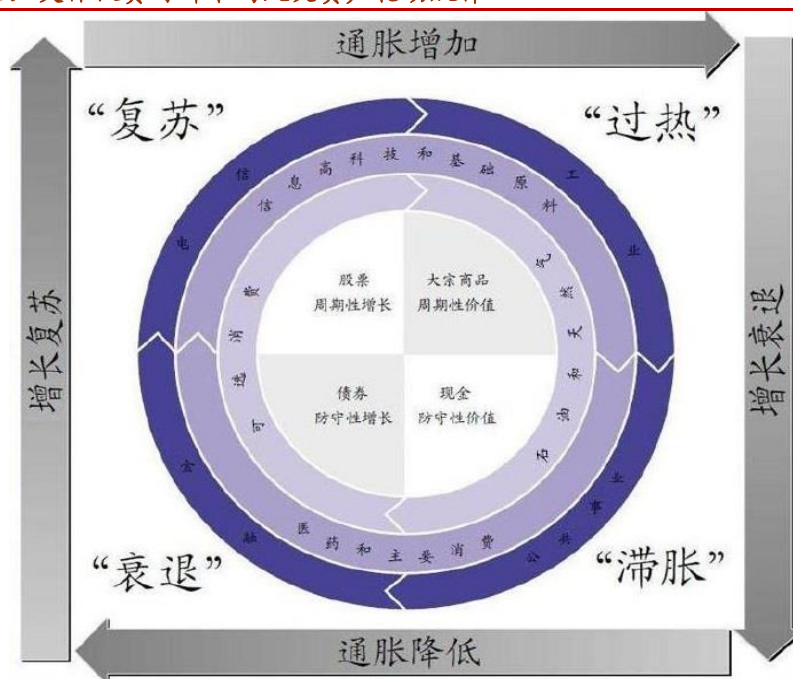


资料来源：Wind，招商证券

从美林投资时钟出发，美国当前或处于“过热”时段，则资产表现的排序是大宗商品>股票>现金/债券。美林投资时钟将经济周期依据通货膨胀的趋势和经济增长的趋势划分为四个阶段——衰退、经济复苏、经济过热、滞胀。美林证券的报告及验证均基于美国的经济与资产价格，美林投资时钟指明了不同经济环境下的各类别资产价格排序，本质上是对资产价格表现的预测。

- 复苏阶段-增长复苏+通胀下降：股票>债券>现金>大宗商品。
- 过热阶段-增长复苏+通胀上升：大宗商品>股票>现金/债券。
- 滞胀阶段-增长恶化+通胀上升：现金>债券>大宗商品/股票。
- 衰退阶段-增长恶化+通胀降低：债券>现金>股票>大宗商品。

图 10：美林投资时钟下的大类资产轮动规律



资料来源：美林证券，网络

从“过热”向“滞涨”的切换、即股债双杀的主要宏观变量在于美国经济增长形势的恶化。当前属于“利率上升+股市上涨+商品价格上涨=名义增速上升+货币政策平稳/宽松+风险偏好提升”的格局，而一旦美国经济增长形势恶化，意味着价格上涨无法带来更快的产出增长，企业盈利可能出现恶化，美债收益率因价格因素和政策偏紧继续上行，美股可能出现下跌。

从“股强债弱”向“股债双杀”的表现切换，核心在于货币政策的调整。当宏观环境从“过热”向“滞涨”切换，意味着宽松货币政策难以带来进一步的供给增长，反而加剧价格上涨的压力，因此货币政策将不得不收紧。流动性环境恶化，是美国资产价格从“股强债弱”向“股债双杀”的表现切换的触发因素。

8、问：美债收益率上行就会压制中国资产价格吗？

答：对于国际资本流动形势和包括中国资产在内的新兴市场风险资产而言，单纯的美债收益率上行其实并不意味着美元流动性的收紧，而可能仅反映了经济增长的改善和投资回报的上升，而且它也没有体现美国与其他国家的相对关系，因为即使美国的投资回报上升，但如果外围其他国家有更高的投资回报，那么即使美债收益率上升，但资本仍将流向其他国家。

因此我们认为应观察“美债利率+美元指数”的组合来进行判断。如果美债利率的上行与美元指数显著走强相配合，则可能侧面反映了美国经济相对其他国家具有相对优势，并对资金流向有结构性影响，资金倾向于回流美国，从而施压新兴股债市场的资本流动，并对包括A股在内的新兴风险资产造成一定的估值压力。2013年1-6月和2018年1-12月均属于美债利率和美元指数上行、A股估值承压下行的阶段。但同时需要注意，美联储货币政策在这两个阶段也处于收紧之中，其中2013年上半年是金融危机后的宽松政策的大拐点，2018年1-12月美联储累计加息4次，同时还在进行缩表。

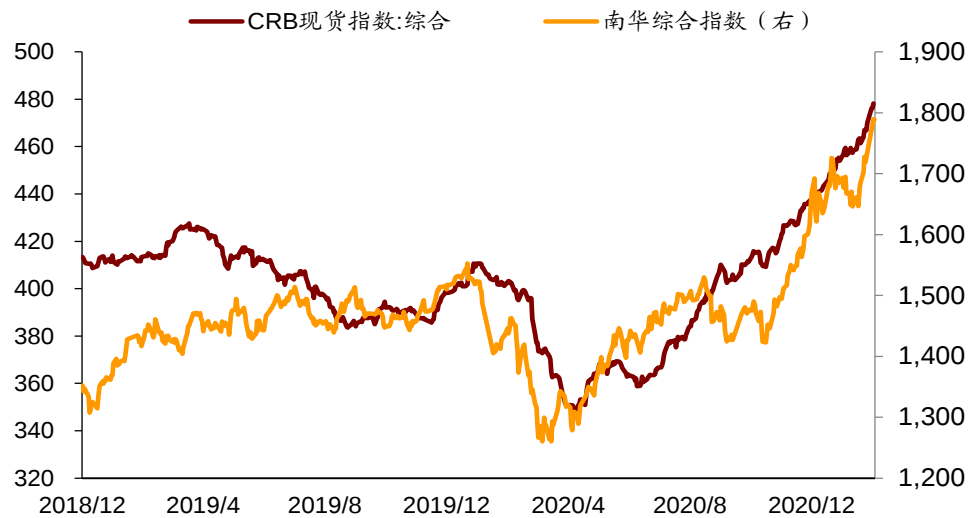
图 11：若美债利率上行、美元指数走强，A 股估值可能承压



资料来源：Wind，招商证券

对我国国债收益率而言，主要是受到两个基本面路径的传导：一是商品价格走势一致，二是美国作为消费国（货物贸易呈现逆差），其复苏所带来的需求溢出对于我国出口较为有利。因此虽然国际资本并没有流出国内债市，甚至维持很大规模的净增持（1月托管数据显示外资买债净流入2228亿元），但国内利率水平仍然有所抬升。

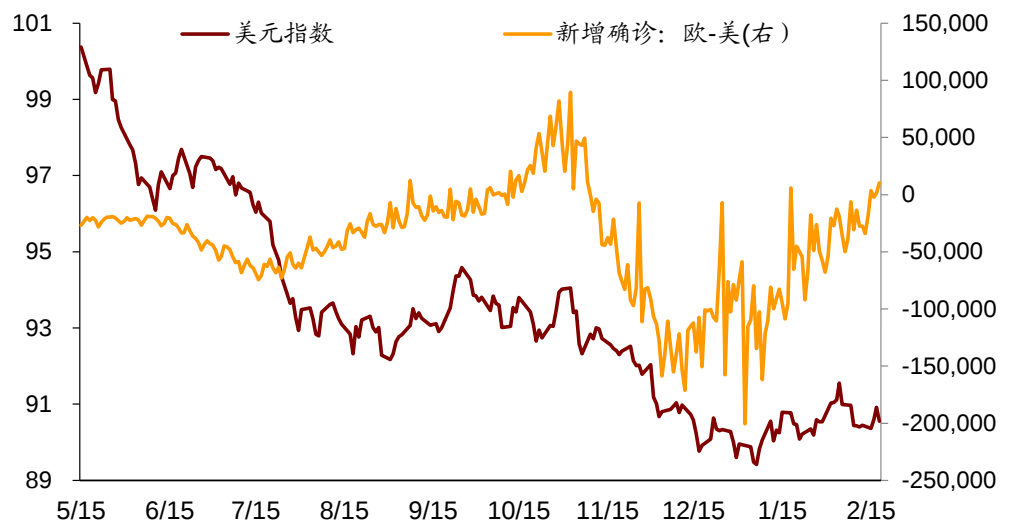
图 12: 2020 年 7 月以来海内外商品价格持续上涨



资料来源: Wind, 招商证券

我们认为弱美元仍是大趋势，新兴市场面临的国际资本流动环境可能仍然友好。疫情以来，美元指数的变化一定程度受到不同国家疫情形势差异的影响，简单来说，在欧美的相对关系中，美国新增确诊相对欧洲走低，则美元指数相对强，反之亦然。这体现了结构上资本流向基本面预期更好的国家。但同时也需要注意到，无论是在 2020 年 8-10 月还是近期，美元指数走强的幅度实际上相当有限，原因在于，虽然存在速度的差异，但全球处于一个共同复苏的时段，那么仍然倾向于支持一个全球加美元杠杆的大环境，美元供应从总量上仍是趋于增加的，从而抑制了美元指数的走强幅度。基于此，我们也认为美元指数的走势是短期反弹，而非长期反转，这意味着新兴市场面临的国际资本流动环境仍然友好。

图 13: 美国疫情改善在结构上支持美元指数反弹，但幅度有限（单位：人）



资料来源: Wind, 招商证券

9、问：美联储货币政策取向为什么重要？

答：其实上文的诸多分析已经突出了美联储货币政策取向的重要性：

第一，美联储货币政策是宏观环境变化的更直观指标。观察实际的货币政策是否力度温和、适宜，认知和判断其对资本市场的溢出影响，对流动性变化的时点和阶段性反应，才能对资产价格形成更为准确的判断。基于不同时段宏观环境的差异，单一利率水平的参考意义也存在不确定性，美联储货币政策可能是一个更直接和准确的观测指标。

第二，美联储货币政策对于国际资本流动和新兴风险资产表现有直接影响。“美债利率+美元指数”的组合可用于观测国际资本流动形势变化和新兴风险资产表现，而美联储货币政策收紧可能是这一情景的背景因素：2013 年 1-6 月和 2018 年 1-12 月均属于美债利率和美元指数上行、A 股估值承压下行的阶段，美联储货币政策在这两个阶段也处于收紧之中，其中 2013 年上半年是金融危机后的宽松政策的大拐点，2018 年 1-12 月美联储累计加息 4 次，同时还在进行缩表。

第三，美联储政策是否予以配合，会影响财政刺激对实际利率的影响程度。财政刺激无疑会带来美国更大规模国债的发行，而这会不会带来美债收益率的显著上行，又很大程度上取决于美联储的货币政策取向，因为如果美联储在购债规模上没有加码或配合，那么美债供给压力的上行将主要反映在利率上行之上。反之，则利率较为平稳。

10、问：美联储会因为通胀而收紧货币政策吗？

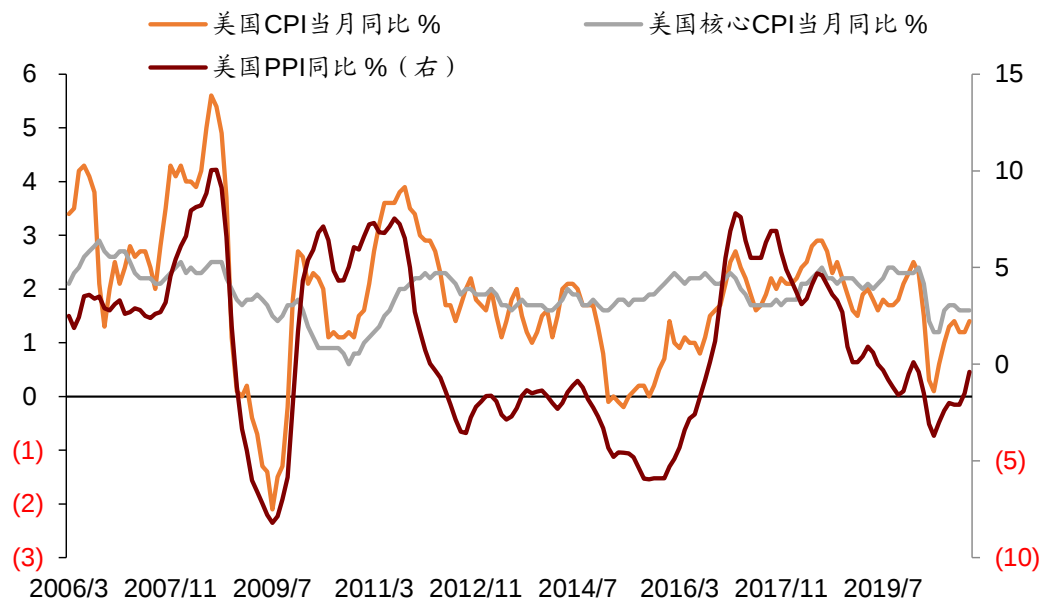
答：以史为鉴，首先，由于低基数的存在，金融危机后美国通胀也出现了飙升，但并没有引起美联储货币政策和美债收益率的明显响应。2010 年 5 月美国 PPI 冲高到 7%，而货币政策方面，从 2010 年 4 月开始，美国经济数据持续令人失望，美联储拉开了第二轮量化宽松的序幕，2010 年 8 月 27 日美联储主席伯南克在全球央行峰会上暗示美联储将推出非常规的货币政策，2010 年 11 月 12 日，美联储正式开始 6000 亿美元的国债购买计划。2011 年 9 月美国 CPI 冲高至 3.9%，且在 2011 年 5 月-12 月都维持在 3% 以上，2011 年 8 月-2012 年 7 月核心 CPI 维持在 2% 以上，多个月份维持在 2.3% 水平，但同期的货币政策方面，由于 2011 年下半年，全球金融市场动荡，美国经济增长的下行风险显著增加，欧债危机引发的市场担忧对于美国经济复苏进程的影响增加，受以上因素影响，美联储于 2011 年 9 月宣布了扭转操作的方案，即计划在 2012 年 6 月底以前买入 4000 亿美元的美国国债，其剩余到期时间在 6 年到 30 年之间；同时出售等量的美国国债，其剩余到期时间为 3 年或以下。

其次，2013 年美联储真正释放出收紧货币政策的信号和 taper 预期时，美国通胀实际上并不高，政策调整原因在于劳动力市场和经济前景的改善。2013 年 5 月 2 日，美联储在 FOMC 决议中首次提出“将根据经济前景变化来提高或减少资产购买规模”；2013 年 5 月 23 日，美联储主席伯南克在国会的证词中提到，如果发现美国就业市场持续好转，并有信心该好转趋势具有可持续性，美联储有可能在今后的几次会议中的某一次开始逐步放慢购买债券资产的速度，点燃了市场关于美联储开始退出宽松和货币政策正常化的预期，引发了“紧缩恐慌”；2013 年 6 月 19 日，美联储表示“如果美国经济持续改善，美联储可能在今年晚些时候放缓购买资产的步伐，明年上半年继续减少购买量，直至明年年中结束”；2013 年 9 月 18 日，美联储并推迟了 QE 退出的时间点，主要是担忧金融市场紧缩会抑制经济复苏和就业市场的好转；2013 年 12 月 19 日，美联储宣布将每月采购 850 亿美元资产的 QE 缩减 100 亿美元至 750 亿美元，原因在于美国近期发布的经济数据频频好于预期，房地产销售、居民消费、一般制造业复苏形势稳定，非农就业增长强劲，失业率降至 5 年来低位，从基本面上对 QE 退出构成支撑。其次，美国众议院和参议院日前纷纷通过了为期两年的临时预算案，消除了两党出现财政僵局

从而导致政府关门的忧虑，为美联储退出 QE 扫清了障碍。而同期的美国通胀方面，PPI 同比维持在负值运行，CPI、核心 CPI 同比均小幅下行，最高点也不过在 2% 的水平，并未呈现出明显通胀压力。

因此，我们认为，实际上美联储货币政策转向所考虑的因素是非常综合的，包括劳动力市场改善程度、经济基本面、内外部风险、经济前景等，通胀固然是其中一个影响因素，但对它的考虑也是动态的，如果缺乏良好的劳动力市场和经济基本面支撑，通胀不能持续，也不能代表经济已经达到了潜在增长水平，因而可能难以简单作为货币政策收紧的依据。1 月的 FOMC 议息会上，美联储按兵不动并维持鸽派态度，近期美联储官员的其他表态也一致意指维持宽松，因此，我们认为宽松政策取向，国际资本流动形势尚未逆转，Taper 时点或在 2021 年末，但需关注供给推高油价所带来的潜在风险。

图 14：2010-2012 年美国通胀高企，但政策仍然宽松



资料来源：Wind，招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商证券研究发展中心分析师（执行董事），负责宏观经济研究。2013 年新财富最佳分析师宏观经济第六名，卖方分析师水晶球奖宏观经济入围奖。2014 年新财富最佳分析师宏观经济入围奖。2015 年第一财经、水晶球最佳分析师宏观经济第五名，新财富最佳分析师宏观经济第六名。2016 年新财富最佳分析师宏观经济第五名，中证报金牛、第一财经、水晶球最佳分析师宏观经济第四名。

罗云峰：南开大学经济学学士、硕士、博士，中共中央党校政治学博士后。现任招商证券研发中心联席首席宏观分析师（董事）。先后就职于国家发展改革委系统、申银万国证券研究所和安信证券研究所，政、学、商三界逾 10 年宏观固收研究经验。专注于盈利债务周期模型下的全球大类资产配置研究。

张一平：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商研究发展中心宏观经济分析师（副总裁），主要从事宏观经济研究。

刘亚欣：美国雪城大学金融学硕士，现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

高明：中国人民大学国民经济学博士，招商证券应用经济学博士后，现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

张秋雨：南开大学经济学硕士，现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。